下载日志已记录，仅供内部参考

九月经济边际改善

日期： 2026年10月22日

分析师： 高明
E-mail： gaoming@yongxingsec.com
SAC 编号： S1760524050003

相关报告：
《8 月经济数据：新动能引领增长》——2026 年 09 月 18 日
《7 月经济数据回落背后的结构变化》——2026 年 08 月 25 日
《二季度经济数据的三个分化》——2026 年 07 月 21 日

核心观点

2026 年以来，全球人工智能产业快速发展，加之国际原油价格上涨的输入性因素影响，中国经济出现结构性分化，表现在价与量、新与旧、外与内三个方面。

第一，三季度不变价 GDP 增速相比二季度出现回升，反映量的修复。2026 年前三季度不变价 GDP 累计同比 4.6%（上半年为 4.7%），第三季度当季同比 4.5%（前值 4.3%）。价格方面，与二季度末相比，PPI 同比涨幅进一步扩大而 CPI 有所回落，GDP 平减指数降至 1.4 %（二季度为 1.5 %）。

第二，新旧动能转换加快。前三季度高技术产业增加值累计同比进一步升至 14.3%（上半年为 13.3%），增速快于全部工业增加值累计同比的 5.3%（上半年为 5.4%）。

第三，外与内的分化扩大。以美元计价，前三季度出口总值累计同比 21.3%（上半年为 17.5%）；贸易顺差累计同比 7.8%（上半年为-1.7%），反映第三季度净出口对经济增长的贡献提升。而前三季度国内的居民消费和固定资产投资增速较上半年则进一步放缓。

从第三季度各月的经济运行情况来看，9 月出现了多项边际改善。表现为以下三个方面：

一是从政策端来看，社会融资规模中政府债券存量同比升至 13.7 %（前值 13.5 %），反映政府融资开始加速。

二是从需求端来看，9 月社会消费品零售额同比增速升至 1.1 %（前值 0.4 %）；固定资产投资累计同比持平于-7.2 %，结束此前的持续回落。

三是从生产端来看，9 月规模以上工业增加值同比 5.5 %（前值 5.2 %）、服务业生产指数同比 4.8 %（前值 4.1 %），均实现回升。



投资建议

综上，三季度中国经济在量上有所修复。结构上，新旧动能加快转换、出口与内需的分化依然明显。从边际变化来看，9 月当月数据则出现政策端、需求端和供给端改善的迹象。我们认为，要关注宏观政策的进一步发力，以及内需改善的持续性。

风险提示

（1）逆全球化加剧的风险；

（2）政策节奏变化的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1. 前三季度的经济增长与价格 4
2. 前三季度的结构性分化 5
3. 9 月经济的边际改善 7
3.1. 居民就业与消费 7
3.2. 固定资产投资与房地产 9
3.3. 工业与服务业 11
4. 投资建议 12
5. 风险提示 12

图目录

图 1：不变价、现价 GDP 当季同比，以及 GDP 平减指数 4
图 2：CPI 与 PPI 季末同比，以及 GDP 平减指数 5
图 3：一般公共预算收入与规模以上工业企业利润累计同比 5
图 4：中国居民人均可支配收入的构成：工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入的累计同比 5
图 5：中国居民人均可支配收入累计实际同比，以及居民人均消费支出累计实际同比 5
图 6：GDP 不变价及其中的三大产业累计同比 6
图 7：第二产业 GDP 不变价与规模以上工业增加值的累计同比增速 6
图 8：第二产业 GDP 现价与不变价累计同比 6
图 9：第三产业 GDP 不变价与服务业生产指数的累计同比增速 6
图 10：工业增加值与高技术产业增加值累计同比 6
图 11：中国出口额与进口额（美元值）当月同比增速 6
图 12：整体以及分本地与外来户籍的城镇调查失业率 7
图 13：就业人员平均每周工作时长 7
图 14：社会消费品零售与限额以上零售总额当月同比 8
图 15：限额以上零售增速：粮油食品、饮料、烟酒 3 类 8
图 16：限额以上零售增速：汽车类、石油及制品类 8
图 17：限额以上零售增速：通讯器材、家电器材 2 类 8
图 18：限额以上零售增速：服装鞋帽针纺织品、化妆品、金银珠宝 3 类 8
图 19：限额以上零售增速：日用品、体育娱乐用品、文化办公用品 3 类 8
图 20：限额以上零售增速：中西药品类 9
图 21：限额以上零售增速：家具与建筑装潢材料 2 类 9
图 22：限额以上零售增速：汽车类、石油及制品类 9
图 23：限额以上零售增速：通讯器材、家电器材 2 类 9
图 24：固定资产投资及其中基础设施建设投资、房地产开发投资、制造业投资累计同比 10
图 25：固定资产投资分项增速：设备工器具购置、建筑安装工程、其他费用 10
图 26：固定资产投资与民间固定资产投资累计同比 10
图 27：70 个大中城市二手住宅价格指数：分城市线级 10
图 28：房地产开发资金来源累计同比：国内贷款、自筹资金、定金及预付款、个人按揭贷款 10
图 29：房屋新开工面积、施工面积、竣工面积：累计同比 10
图 30：工业增加值及其中高技术产业增加值当月同比 11
图 31：服务业生产指数及其中的信息技术服务业指数 11
图 32：计算机、通信与电子设备制造业增加值与 PPI 增速 11
图 33：汽车制造业增加值与 PPI 增速 11

下载日志已记录，仅供内部参考

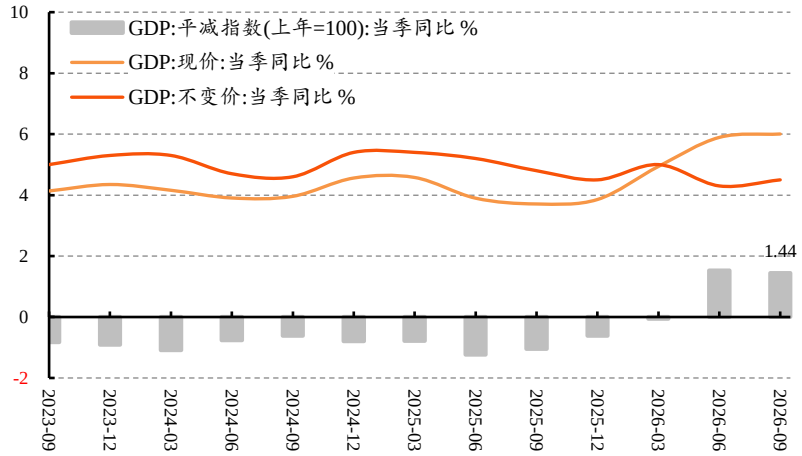
图 34：电气机械与器材制造业增加值与 PPI 增速 12
图 35：医药制造业增加值与 PPI 增速 12

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 前三季度的经济增长与价格

2026 年三季度现价 GDP 当季同比进一步升至 6.0 %(二季度为 5.9 %)，不变价 GDP 当季同比增速回升至 4.5 %（二季度为 4.3 %），GDP 平减指数当季同比 1.4 %（二季度为 1.5 %）。

图1:不变价、现价 GDP 当季同比，以及 GDP 平减指数



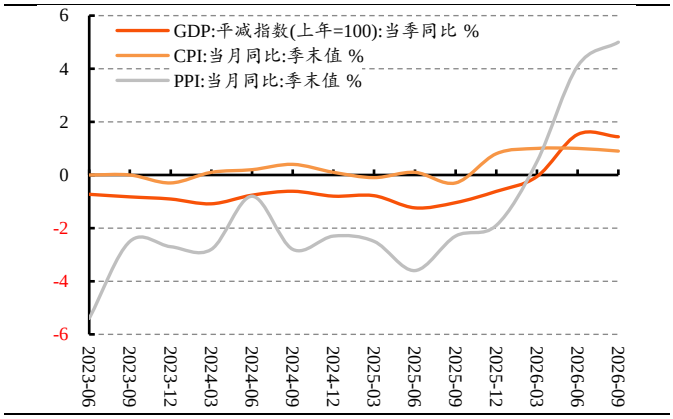
资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

从价格方面来看，相较二季度末，三季度末 CPI 同比略有回落，PPI 同比涨幅进一步扩大。9 月 CPI 同比 0.9 %(6 月为 1.0 %)，核心 CPI 同比 1.0 %（6 月为 1.0 %）；PPI 同比 5.0 %（6 月为 4.1 %）。我们认为，价格是供需的反应。前三季度社会消费品零售总额累计同比 1.1 %，较上半年的 1.3 %有所回落，这与居民消费价格修复放缓表现一致。

名义增长驱动收入提升。第一，财政持续增收、工业企业持续增利：2026 年 1-8 月，一般公共预算收入累计同比 5.7 %（上半年为 4.7 %），增速加快；规模以上工业企业利润累计同比 15.7 %（上半年为 18.7 %），维持较高增速。**第三，居民收入也出现改善：**2026 年前三季度，居民人均可支配收入累计同比 5.3 %（上半年为 5.2 %）。其中工资性收入累计同比 5.3 %（上半年为 5.3 %）、经营性收入 6.6 %（上半年为 6.5 %）；转移净收入 5.7 %（上半年为 5.8 %）；财产净收入 1.6 %（上半年为 1.1 %），还需进一步修复。

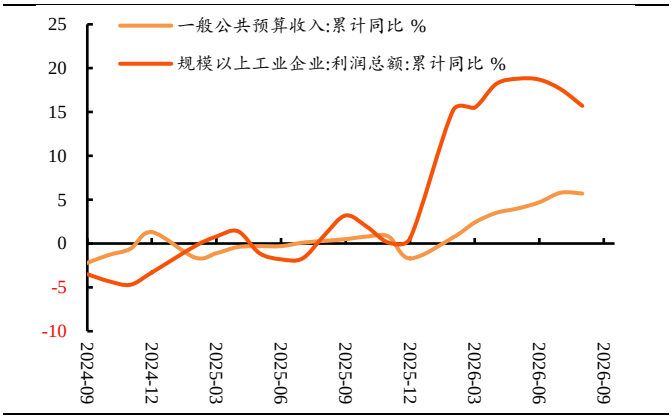
下载日志已记录，仅供内部参考

图2:CPI 与 PPI 季末同比，以及 GDP 平减指数



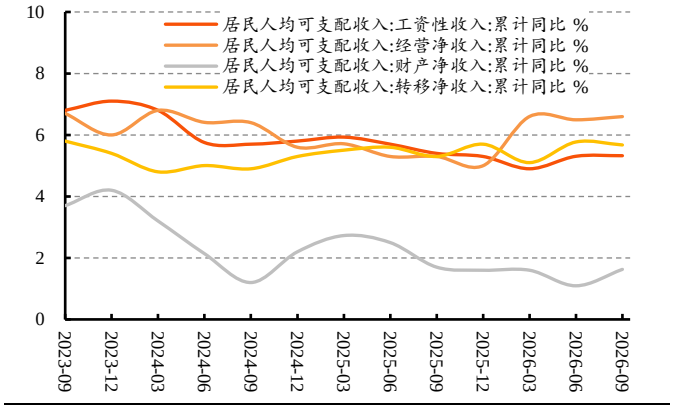
资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图3:一般公共预算收入与规模以上工业企业利润累计同比



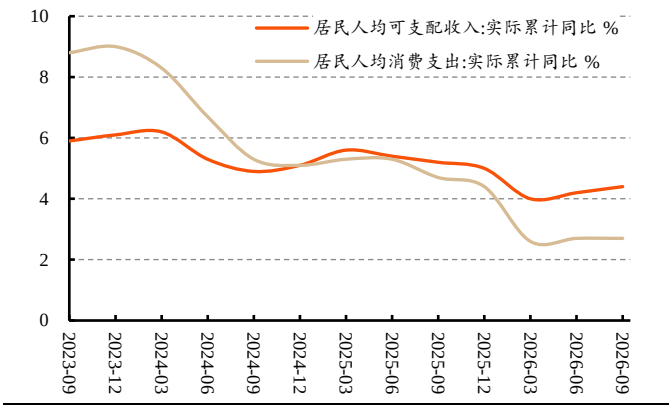
资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图4:中国居民人均可支配收入的构成：工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入的累计同比



资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图5:中国居民人均可支配收入累计实际同比，以及居民人均消费支出累计实际同比



资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

2. 前三季度的结构性分化

2026 年以来，全球人工智能产业快速发展，加之国际原油价格上涨的输入性因素影响，中国经济出现结构性分化，表现在价与量、新与旧、外与内三个方面。从第三季度的变化来看：

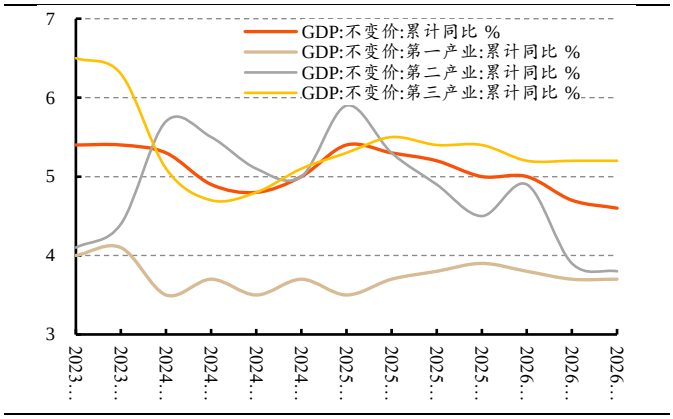
第一，不变价 GDP 增速回升。分行业来看：三季度第一产业 GDP 不变价同比 3.6%（二季度为 3.7%）；第二产业 GDP 不变价同比 3.4%（二季度为 3.0%）；第三产业 GDP 不变价同比 5.2%（二季度为 5.1%）。

第二，新旧动能转换进一步加快。前三季度高技术产业增加值累计同比进一步升至 14.3%（上半年为 13.3%），增速快于全部工业增加值累计同比的 5.3%（上半年为 5.4%）。国家统计局提到，“以高端制造、数智经济、现代服务等为代表的新动能对前三季度经济增长的贡献率继续保持在 40%以上”。

下载日志已记录，仅供内部参考

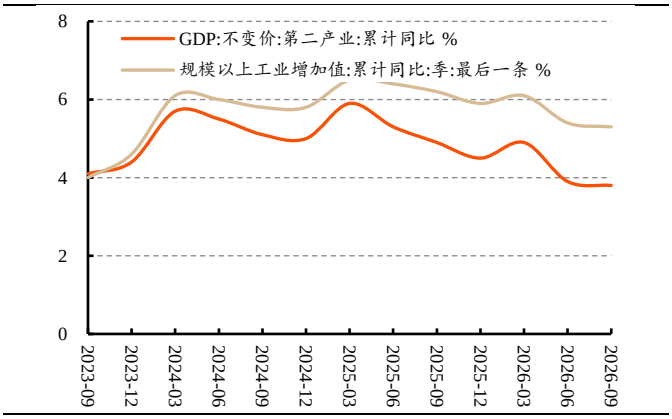
第三，出口表现依然强于内需。以美元计价，前三季度出口总值累计同比 21.3%（上半年为 17.5%）；贸易顺差累计同比 7.8%（上半年为-1.7%），反映第三季度净出口对经济增长的贡献提升。而国内的居民消费和固定资产投资增速较上半年进一步放缓：前三季度社零累计同比 1.1%（上半年为 1.3%），固定资产投资累计同比-7.2%（上半年为-5.7%）。

图6:GDP 不变价及其中的三大产业累计同比



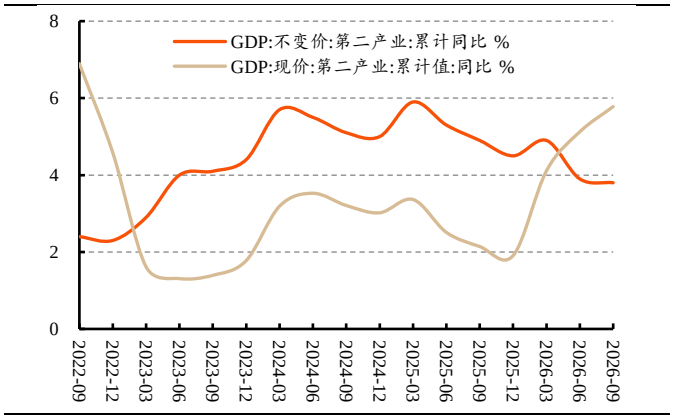
资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图7:第二产业 GDP 不变价与规模以上工业增加值的累计同比增速



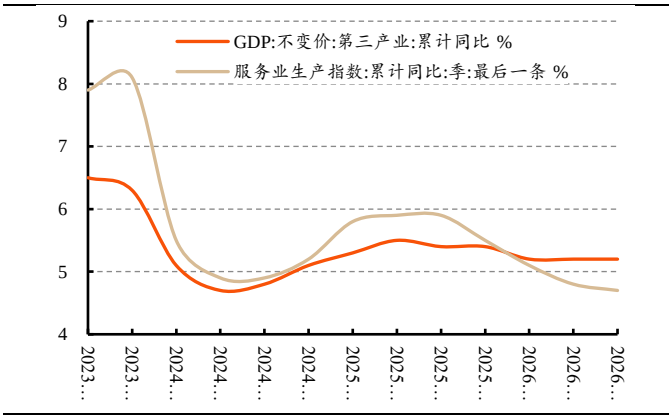
资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图8:第二产业 GDP 现价与不变价累计同比



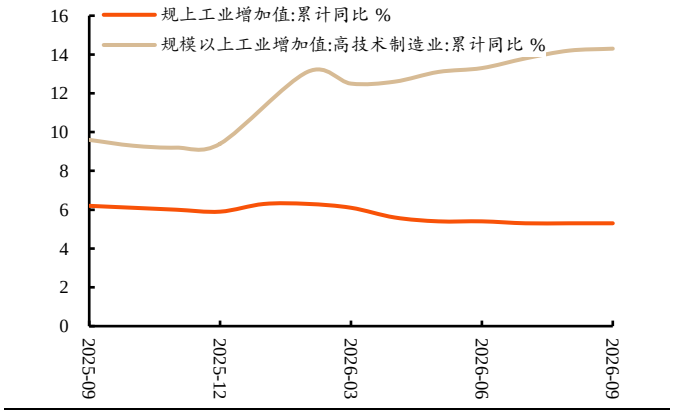
资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图9:第三产业 GDP 不变价与服务业生产指数的累计同比增速



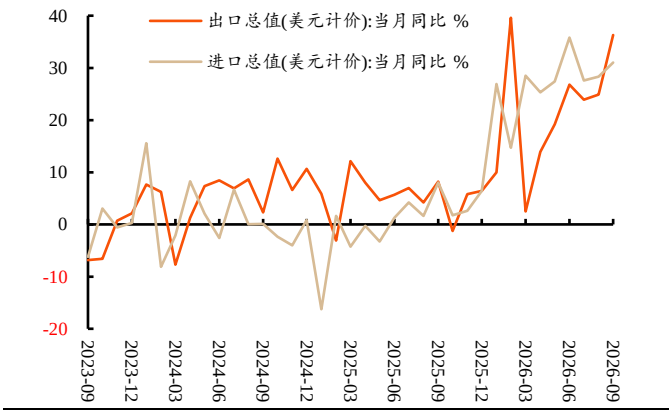
资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图10:工业增加值与高技术产业增加值累计同比



资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图11:中国出口额与进口额（美元值）当月同比增速



资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

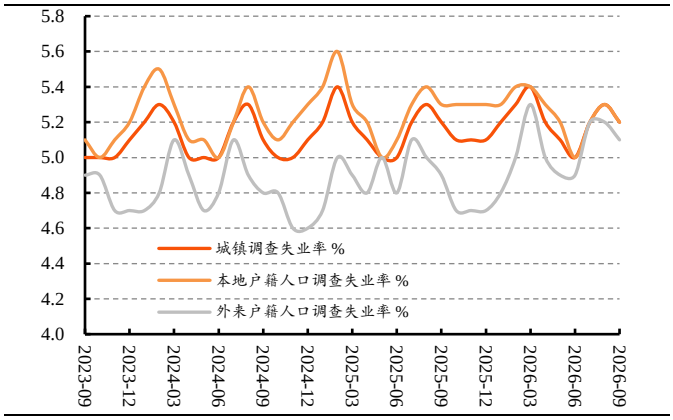
3. 9 月经济的边际改善

从第三季度各月的经济运行情况来看，9 月经济的改善是最为突出的。我们认为，可以从政府债券融资加速、社零增速回升、固定资产投资止跌企稳、工业生产加快等方面观察和理解 9 月的边际改善。具体来看：

3.1. 居民就业与消费

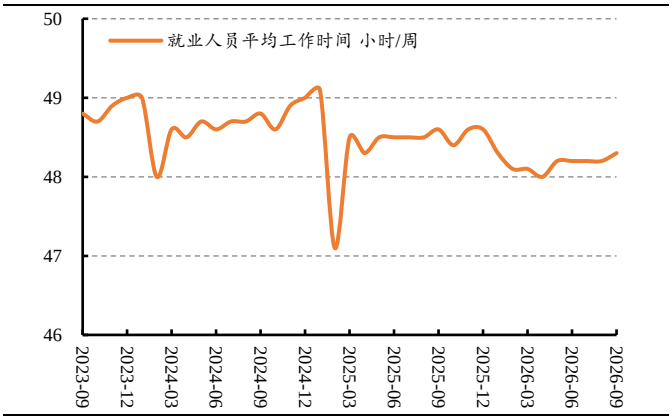
9 月城镇调查失业率 5.2 %（前值 5.3 %）；就业人员平均工作时间 48.3 小时/周（前值 48.2 小时/周，2025 年 9 月为 48.6 小时/周）。

图12:整体以及分本地与外来户籍的城镇调查失业率



资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图13:就业人员平均每周工作时长



资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

9 月社会消费品零售额同比增速回升至 1.1 %（前值 0.4 %）。其中餐饮收入当月同比 2.1 %（前值 1.1 %）、商品零售当月同比 1.0 %（前值 0.3 %），其中限额以上企业商品零售额当月同比-2.5 %（前值-4.0 %）。

从结构上看，除汽车和家用电器和音像器材两类商品零售额增速回落，其余商品零售额增速普遍回升：

（1）必需消费品：粮油食品类当月同比 6.7 %（前值 4.0 %）；饮料类当月同比 5.0 %（前值 4.9 %）；烟酒类当月同比 13.8 %（前值 12.5 %）；中西药品类当月同比 5.0 %（前值 4.8 %）。

（2）可选消费品：服装鞋帽针纺织品类当月同比 1.2 %（前值-0.5 %）；化妆品类当月同比 5.4 %（前值 4.9 %）；金银珠宝类当月同比-9.6 %（前值-17.5 %）；日用品类当月同比 4.1 %（前值 1.8 %）；体育娱乐用品类当月同比-1.1 %（前值-4.8 %）；文化办公用品类当月同比 7.9 %（前值 5.8 %）。

（3）家居建材类：家具类当月同比-3.0 %（前值-7.9 %）；建筑及装潢材料类当月同比-9.2 %（前值-11.8 %）。

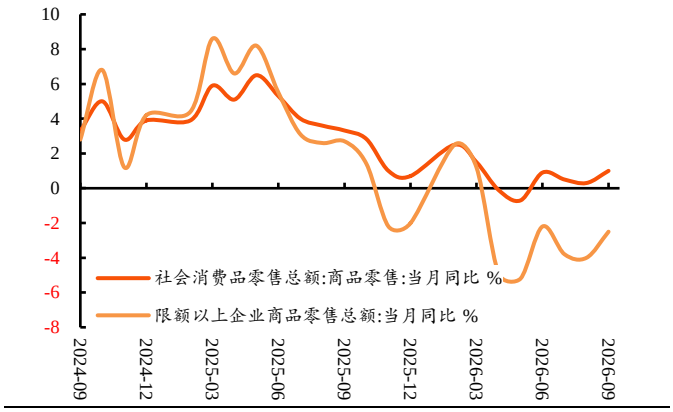
（4）家电和手机：家用电器和音像器材类当月同比 1.9 %（前值 2.3 %）；

下载日志已记录，仅供内部参考

通讯器材类当月同比 31.1 %（前值 27.3 %）。

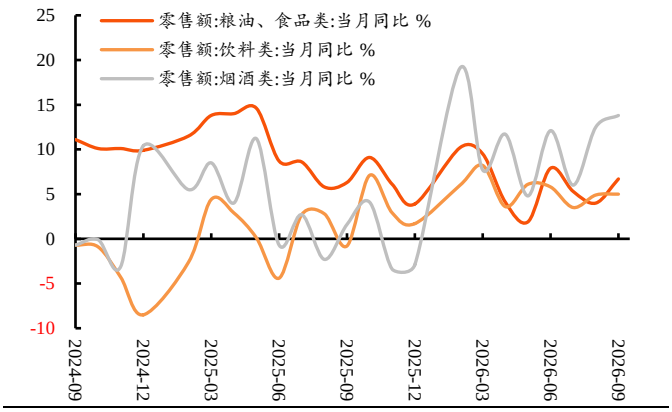
（5）汽车和燃油：汽车类零售额当月同比-21.2 %（前值-18.5 %）；石油及制品类零售额当月同比-0.8 %（前值-7.0 %）。

图14:社会消费品零售与限额以上零售总额当月同比



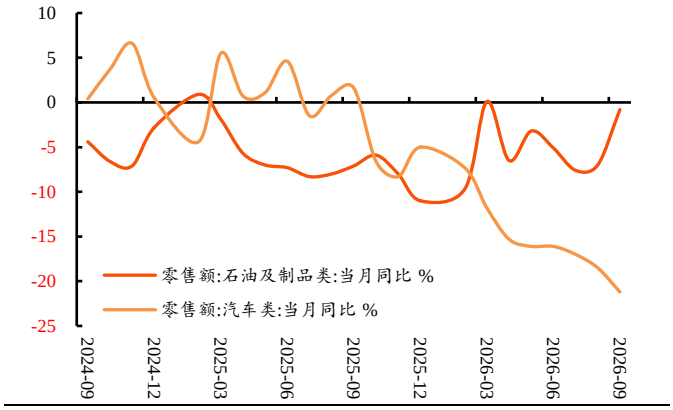
资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图15:限额以上零售增速：粮油食品、饮料、烟酒 3 类



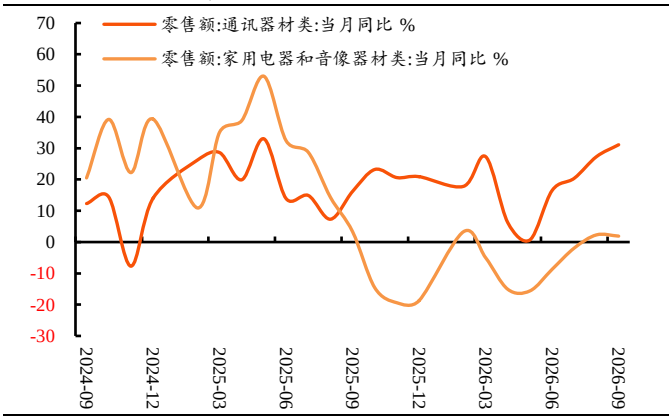
资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图16:限额以上零售增速：汽车类、石油及制品类



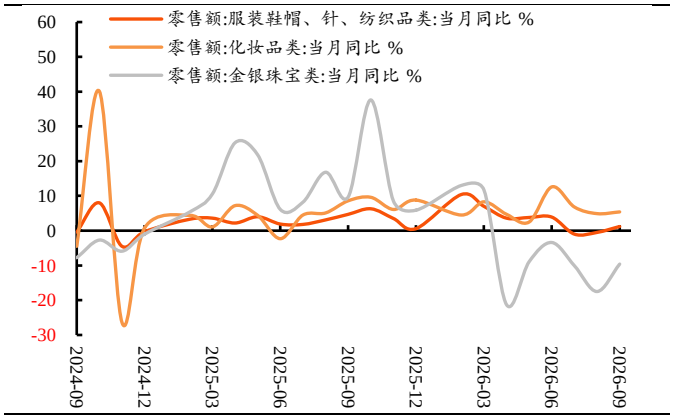
资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图17:限额以上零售增速：通讯器材、家电器材 2 类



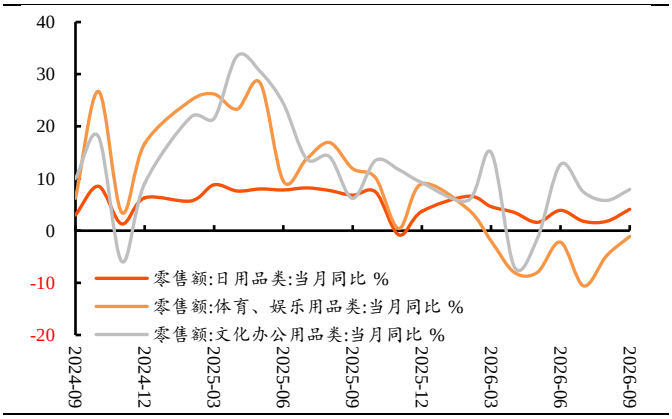
资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图18:限额以上零售增速：服装鞋帽针纺织品、化妆品、金银珠宝 3 类



资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

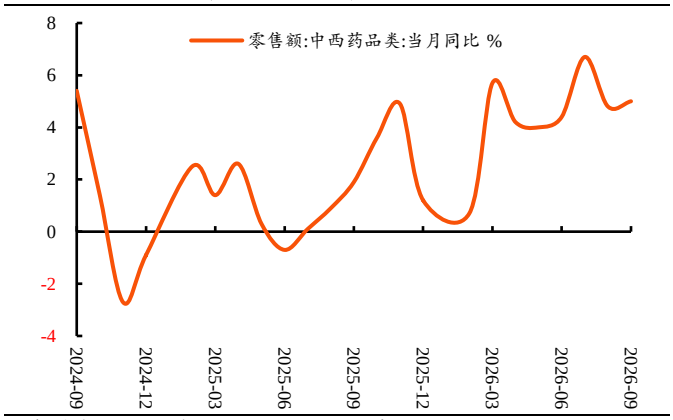
图19:限额以上零售增速：日用品、体育娱乐用品、文化办公用品 3 类



资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

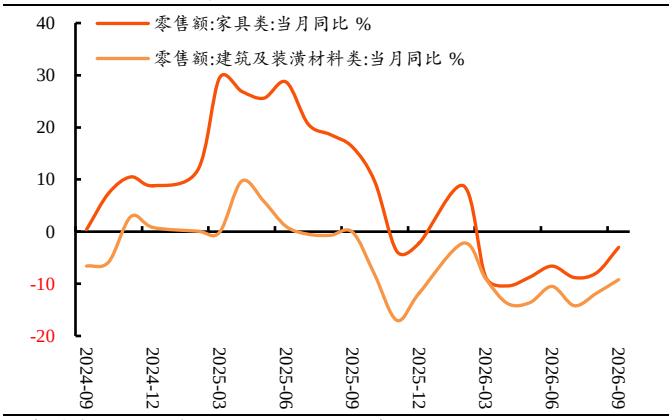
下载日志已记录，仅供内部参考

图20:限额以上零售增速：中西药品类



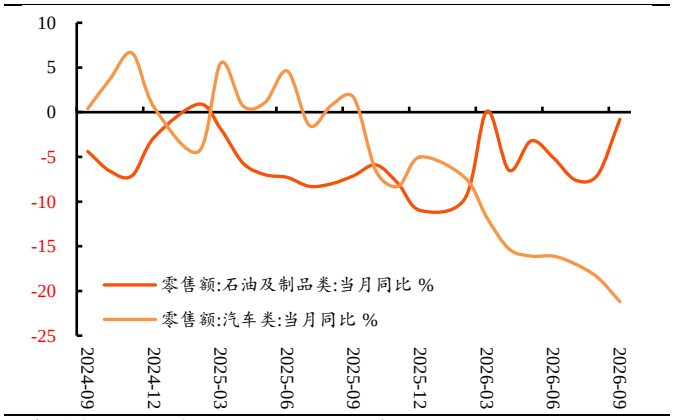
资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图21:限额以上零售增速：家具与建筑装潢材料 2 类



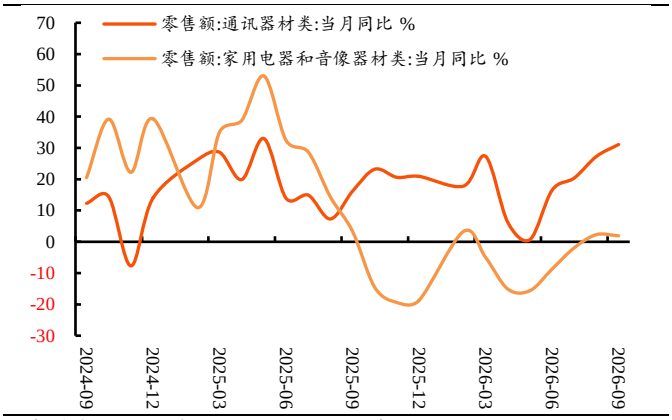
资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图22:限额以上零售增速：汽车类、石油及制品类



资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

图23:限额以上零售增速：通讯器材、家电器材 2 类



资料来源：同花顺 iFind，甬兴证券研究所

3.2. 固定资产投资与房地产

固定资产投资增速：2026 年 1-9 月固定资产投资累计同比-7.2%，持平前值。**从结构来看，**基础设施建设投资累计同比-4.2%（前值-4.0%），占固定资产投资的比重为 51.4%；制造业投资累计同比-2.1%（前值-2.3%），房地产开发投资-20.6%（前值-19.9%）；民间投资-10.4%（前值-10.1%）。

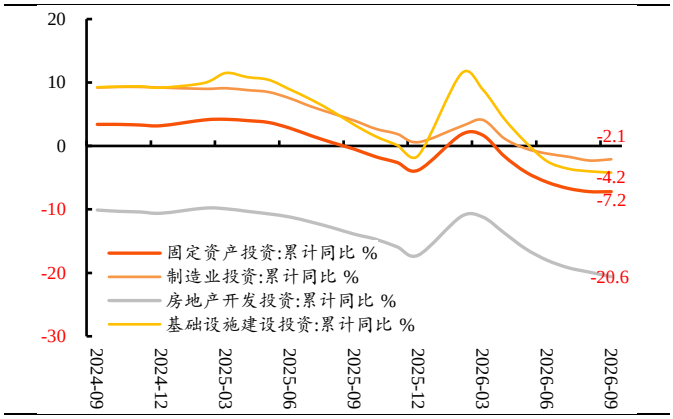
从类型来看，1-9 月设备工器具购置累计同比 9.7%（前值 9.3%），建筑安装工程-10.0%（前值-9.8%），其他费用-12.1%（前值-12.0%）。

房地产市场：9 月当月，70 大中城市二手住宅价格指数同比降幅收窄至-4.8%（前值-5.1%）。其中，一线城市二手住宅价格指数同比-1.5%（前值-2.7%）；二线城市-4.5%（前值-4.9%）；三线城市-5.4%（前值-5.6%）。

1-9 月，房地产开发资金来源累计同比-21.6%（前值-21.0%）。房屋新开工面积累计同比-24.9%（前值-24.8%），施工面积-12.8%（前值-12.8%），竣工面积-25.1%（前值-23.7%），商品房待售面积-1.5%（前值-1.1%）

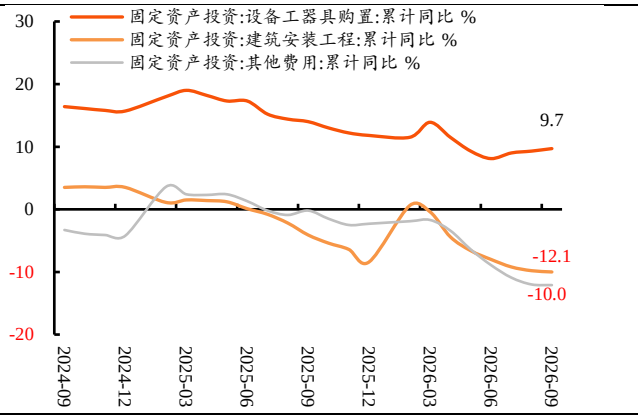
下载日志已记录，仅供内部参考

图24:固定资产投资及其中基础设施建设投资、房地产开发投资、制造业投资累计同比



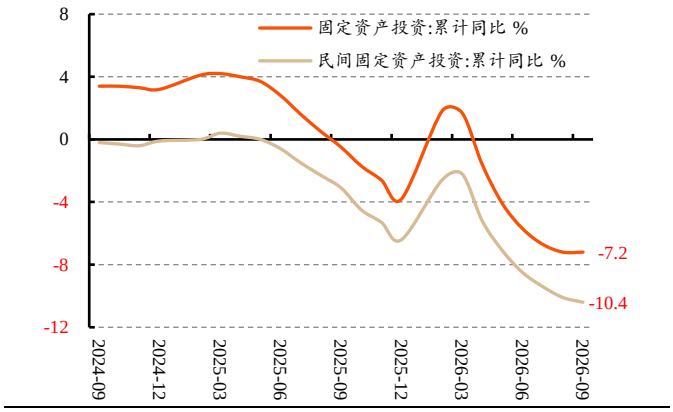
资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

图25:固定资产投资分项增速：设备工器具购置、建筑安装工程、其他费用



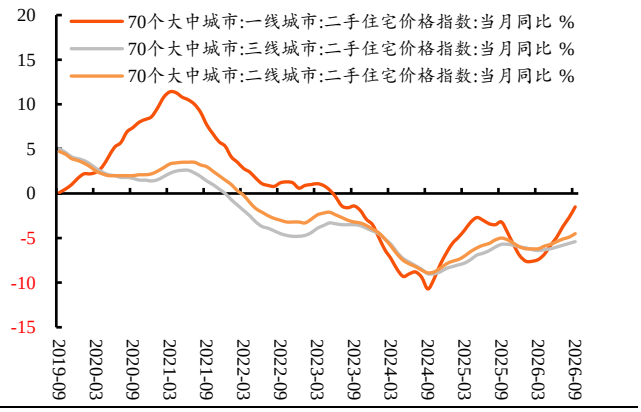
资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

图26:固定资产投资与民间固定资产投资累计同比



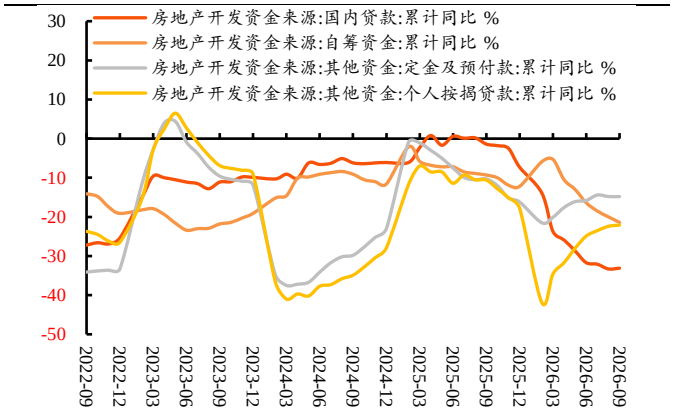
资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

图27:70 个大中城市二手住宅价格指数：分城市线级



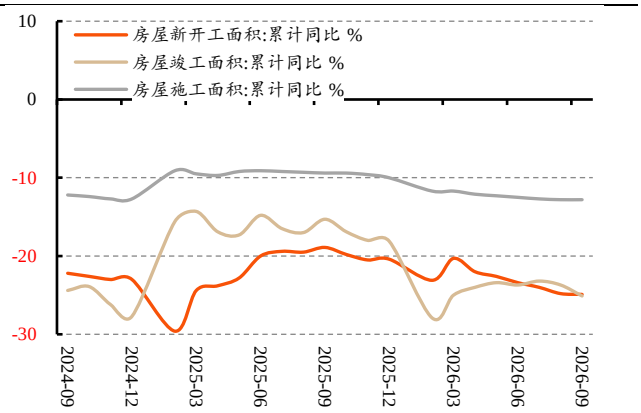
资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

图28:房地产开发资金来源累计同比：国内贷款、自筹资金、定金及预付款、个人按揭贷款



资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

图29:房屋新开工面积、施工面积、竣工面积：累计同比



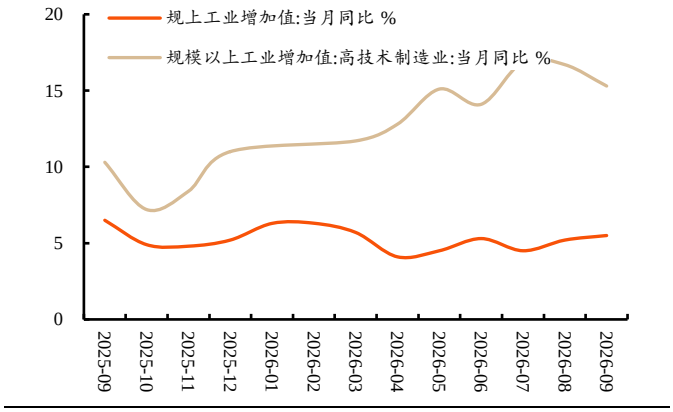
资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3. 工业与服务业

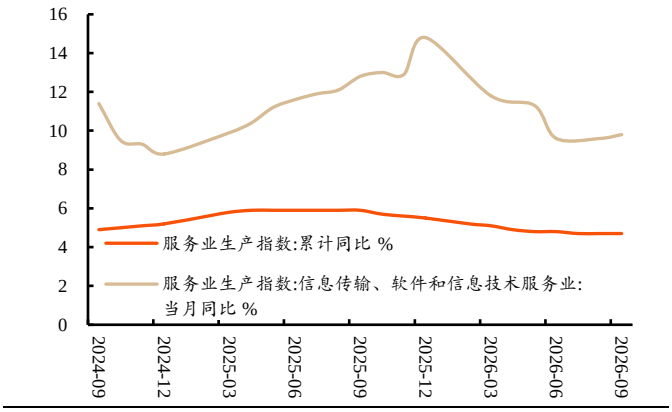
9 月规模以上工业增加值同比升至 5.5 %（前值 5.2 %）；其中高技术产业增加值当月同比 15.3 %（前值 16.7 %）。分工业类型来看，采矿业增加值同比 1.3 %（前值-1.4 %），制造业 6.0 %（前值 6.1 %），电力燃气与水生产和供应业 5.6 %（前值 4.9 %）。服务业生产指数同比升至 4.8 %（前值 4.1 %），其中信息传输、软件和信息技术服务业 9.8 %（前值 9.6 %）。

图30:工业增加值及其中高技术产业增加值当月同比



资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

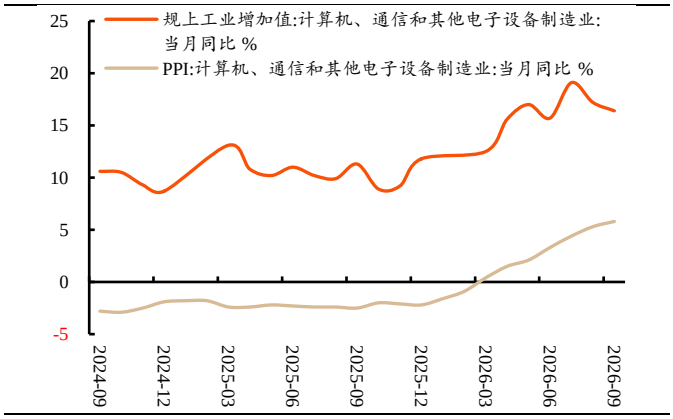
图31:服务业生产指数及其中的信息技术服务业指数



资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

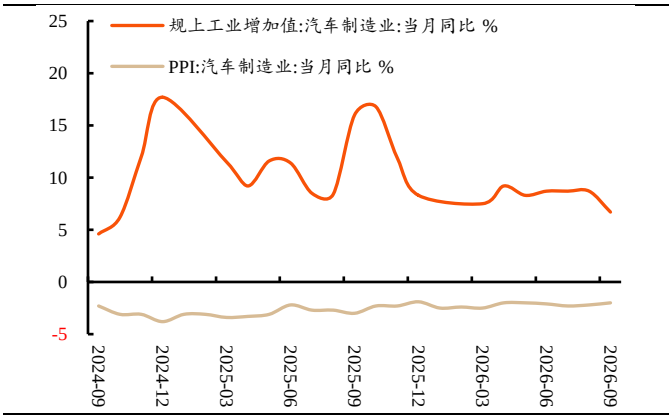
制造业子行业：9 月计算机、通信和电子设备制造业增加值同比 16.4 %（前值 17.2 %），电气机械与器材制造业 8.1 %（前值 9.9 %），汽车制造业 6.7 %（前值 8.7 %），化学原料和化学制品制造业 2.4 %（前值 0.0 %）医药制造业 4.9 %（前值 5.2 %）。

图32:计算机、通信与电子设备制造业增加值与 PPI 增速



资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

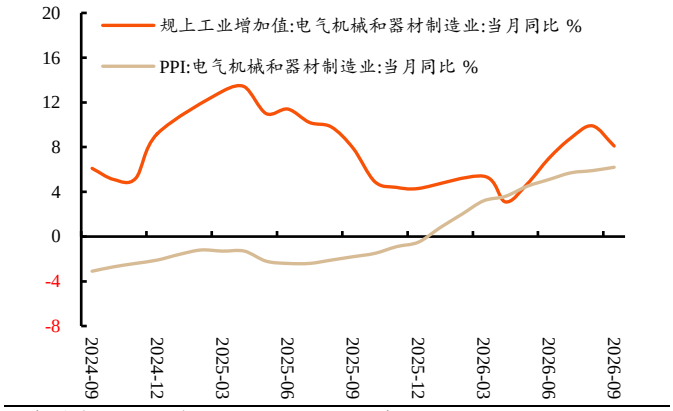
图33:汽车制造业增加值与 PPI 增速



资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

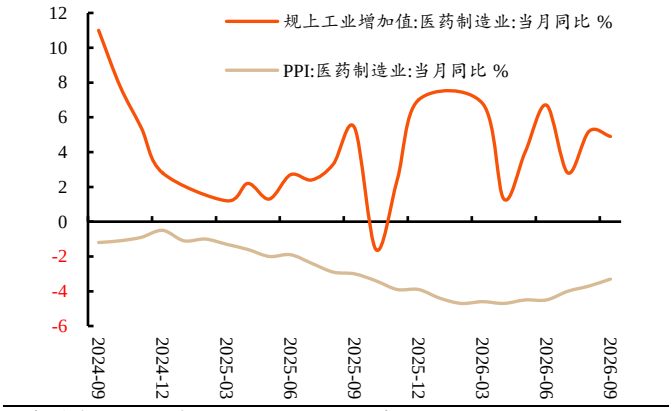
下载日志已记录，仅供内部参考

图34:电气机械与器材制造业增加值与 PPI 增速



资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

图35:医药制造业增加值与 PPI 增速



资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

4. 投资建议

综上，三季度中国经济在量上有所修复。结构上，新旧动能加快转换、出口与内需的分化依然明显。从边际变化来看，9 月当月数据则出现政策端、需求端和供给端改善的迹象。我们认为，需要关注宏观政策的发力情况以及内需改善的持续性。

5. 风险提示

（1）逆全球化加剧的风险：逆全球化趋势加剧，会影响全球经济预期、通胀预期，以及政策取向，可能对金融资产价格产生复杂影响。

（2）政策节奏变化的风险：逆周期调节政策力度取决于财政政策空间与货币政策空间的动态变化。市场分析应避免简单的线性推测。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

下载日志已记录，仅供内部参考

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。